

转债：应对市场不确定性的投资工具

——国寿安保基金公司基金经理 吴闻

(管理产品：国寿安保尊裕优化回报债券型基金、国寿安保稳恒混合型基金、
国寿安保稳荣混合型基金、国寿安保稳吉混合型基金、
国寿安保稳泰混合型基金、国寿安保稳健回报混合型基金、
国寿安保保本混合型基金、国寿安保安吉纯债半年定期开放债券基金)

2018 年以来，美国经济延续复苏、失业率降至低位，美联储持续加息，推动美元走强并压低股市整体估值；国内金融去杠杆推进，地方政府债务监管加强，带动社会融资需求增速回落，经济下行预期增大；4 月以来中美贸易摩擦则导致投资者对风险资产的偏好显著降低。

宏观环境对应到大类资产价格方面，表现为年初以来 A 股市场下跌、利率债和高等级债券收益率下行、人民币汇率贬值、商品市场分化。股票市场上，沪深 300 指数跌幅超过 15%，估值降至较低位；债券市场上，国内利率债和高等级债券收益率下行，低等级债券收益率大幅上行，信用违约事件增加；汇率市场上，美元指数上涨 3.2%，人民币兑美元中间价贬值约 4.5%；商品市场上，布伦特原油价格涨幅约 10%，伦铜价格跌幅约 15%，上海螺纹钢期货价格涨幅约 10%。

在中美贸易摩擦加剧、美联储持续加息的较为严峻的外部环境下，决策层适时对政策节奏进行微调。从货币政策来看，近期资金面相对宽松，7 天回购利率

在 8 月初降至 2.5% 以下；从信用环境来看，监管层鼓励银行信贷投放、有序化解表外融资风险，紧信用政策虽然大方向不变但节奏放缓，信用债市场情绪逐步回暖。当前，外部形势严峻、金融监管阶段性缓和，市场不确定性仍然较高，可转债作为兼具债性和股性、附带美式期权的投资工具，可以在三个层面上应对不确定的市场。

其一，历史经验来看，在“宽货币—宽信用”的传导过程中，利率债牛市、转债筑底、股市筑底、股市和转债反弹等市场现象先后出现。例如，在 2008 年年中、2011 年四季度、2014 年二季度，转债都先于股市筑底，偏债型转债跟随债市先上涨，偏股型转债在一年内跟随股市反弹。当前，政策环境可能正处于宽货币阶段，信用环境从此前的快速收紧转为平稳修复，虽然远远谈不上信用宽松，但社会融资增速下行的趋势有望得到改善，转债市场可能正处于底部震荡区域。

其二，下修条款可能给低平价转债带来意外收获。A 股市场可转债拥有独特的向下修正转股价条款，在股市大幅下跌时期，发行人基于促转股或是避免回售的考虑，可能选择向下修正转股价，转债价格将因此得到提升。今年以来骆驼转债、江银转债、无锡转债、蓝思转债等多只转债向下修正转股价，均带来转债价格的跳涨。

其三，不确定的市场环境意味着资产价格波动率上升，转债附带的美式期权价值将随着波动加剧而提升价值，权益类投资者也可能用转债来替代正股，防范股市下跌风险，等待股市回升的契机。

综合来看，当前市场可能处于转债筑底到股市筑底的过渡阶段，市场位于底部的的时间取决于外部环境和政策变化。对于配置型资金而言，配置中高信用评级的偏债型转债，在不出现信用违约的情况下至少将取得持有到期的收益，持仓时

间足够长则有望获得未来股市触底反弹或是发行人下修转股价后的上涨，可以作为应对市场不确定性的投资选择。

数据来源：Wind 资讯

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。